

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

菅野雅明

若林常務理事 それでは、大変お待たせいたしました。ただいまから、本日の「資本市場を考える会」を開催させていただきます。

本日は、御案内いたしましたように、J・P・モルガン証券会社の経済・債券調査部長でチーフ・エコノミストの菅野雅明様に、「デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題」と題してお話をお伺いすることとしております。

菅野様は、エコノミストとして著名な方でございますが、御略歴をお手元の資料に基づいて御説明させていただきますと、一九七四年に東京大学経済学部を御

卒業になり、同年に日本銀行に入行されました。一九七七年からはシカゴ大学の大学院に留学され、大学院で経済学修士を修めておられます。その後、調査統計局、外国局に勤務され、この間、二度にわたりロンドンで海外駐在を経験されておられます。一九九四年には調査統計局の経済統計課長という御要職を経験され、また日本経済研究センターに出向されて、主任研究員としても御活躍になりました。一九九九年四月にJ・P・モルガン証券会社に御入社になり、現在、日本のチーフ・エコノミストとして日本の金融経済分析及び同予測を御担当になっておられます。二〇〇三年

の「日経公社債情報」のエコノミストランキングの三位になられるなど菅野様のエコノミストとしての社会的評価は非常に高いものがございます。

特に、今日は皆様方も非常に御関心が強まっておりますデフレ脱却について、そのプロセス、その後の状況がどのような展開になるのか、日本経済にとっても非常に難しい課題であり大きなテーマですが、それらのお話を伺いたいと思っております。

それでは、菅野様、よろしくお願いいたします。

ただいま御紹介にあずかりました菅野様でございます。

本日は、諸先輩方が、多々御出席されている中で、高い席から大変恐縮でございますが、司会の方から御紹介がありましたように「デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題」というテーマでお話をさせていただきますと思います。

はじめに——現在の経済状況の認識

まず最初に、本題に入る前に、現在の状況をどのように考えているかを簡単に申し上げたいと思います。

(1) 九〇年代—失われた一〇年

特に改めて申し上げるまでもありませんが、九〇年代は、「失われた一〇年」といわれています。

実際には十二年位になってしまった面はありますが、一言で申し上げると、悪循環が続いて、なかなかその悪循環から脱することが難しかった十二年間であったと思います。バブルの後に資産デフレが起きて、それが金融システム不安につながり、それで個人消費が低迷したという悪循環のルートがあり、もう一つのルートは、同時に起き

た少子高齢化、これが年金の問題につながり、資産デフレと一緒に、個人消費を低迷させたということ。デフレの背景には、このような国内の構造問題があります。他方、中国が製造業の供給基地となって、日本に対して非常に脅威になり、産業空洞化を招き、国内の設備投資が低迷して、景気が悪化したという外部の要因もあります。

このような状況の中で、当初政府は公共事業を増やすことで対応が可能であるという考え方、すなわち景気循環的な側面としてとらえていたわけですが、九〇年代の後半に、どうもそのような話ではないということがわかってきて、財政政策は財政再建路線に移り、それ以外にいいアイデアはないかというときに小泉総理が登場して、「構造改革が必要だ」、「構造改革をすれば景気がよくなる」ということをおっしゃられた。しかし、どう

もその結論が出る前に次の波が来てしまったという状況かと思えます。

(2) 二〇〇四年以降を「飛躍の一〇年」にするか
その原因は何かといえ、中国の需要爆発です。これが二位前から日本の経済に大きな影響を及ぼし、中国向け輸出が増加し、また国内の設備投資が増え、今後はある程度個人消費が下支えしてくれることが展望できるような状況になりつつあるというのが現状だと思います。

中国の経済発展は、九〇年代の日本における産業空洞化論が典型ですが、このままいくと、中国は日本の製造業をすべてのみ込んでしまうのではないかと、あるいはサービス業までも中国の方に相対的な優位性があるのではないかとという懸念を日本人はかなり持ったと思います。しかし、世界的にみた場合、現在は非常に重要な局面にあって、

日本と中国、さらにアメリカを巻き込んで、新たな世界的な産業構造の変革が行われるという次のステージが見え始めてきた段階であると私はとらえております。

中国とアメリカとの関係では、アメリカはサービス産業にどんどん特化していく。アメリカでは、製造業に従事している人の数は、労働人口全体の一割になっています。九割はサービス業です。ある意味では、もう脱工業化社会に入っているわけです。そこで、アメリカは、中国を生産基地として、オフショアリングという形で製造業を中国に委ねています。

日本と中国との関係についてみると現在製造業内の分業が両国間で行われつつあると考えています。日本から中国への輸出の過半は生産財です。具体的にいうと機械の部品類です。一部鉄鋼や化学品もありますが、いわば基礎的な資材を日本が

ら中国に送っている。中国は、それを加工して最終財にして、日本、アメリカを初めとして世界に輸出している。このような製造業内の分業が日中間でできるようになってきました。

「いや、あと何年かしたら中国はその部分までも日本を凌いってしまうのではないか」という疑問があるかと思えます。ただ、これはやってみなければわからない訳ですが、私はそんなに悲観しておりません。もちろん、今後の五年、一〇年間、日本が何をやるかにもかかっているわけですが、私は日本の製造業は比較優位を保てる。中国から見ると、日本の部品類の供給なしには中国もやっていけない、徐々にそういう状況が日中間でもでき上がっていくのではないかと思います。ただ、ここは今後、日本がどのように規制緩和を推進し、民間部門がどのように競争力をつけていくか。さらには、日本の教育システムが次の世代の

人材を創るのにどの程度力を發揮できるか、そのようなものに依存すると思います。

現在は、デフレ、資産デフレの終焉が目に見えてきています。ただ、資産デフレについては、マクロ的には、地価は、例えば平均の公示価格のような形ではまだ下がると思います。重要なのは、東京のような大都市圏では明らかに資産価格、特に地価・不動産価格が底を打っている点です。一方、例えば北海道や東北などの一部では、まだまだ地価が下がるでしょう。したがって、平均的には地価は下がると思います。ただ、全国の地価の統計については、非常に誤解があるのです。このような全国の地価統計を作っているのは、世界では日本だけです。

ある意味では、これは日本のお役所が非常にしっかりしているせいかもしれませんけれども、北海道の原野にまで値段をつけて、統計に入れ

る。しかも、本来ならば地価の水準により加重平均しなければならぬのに単純平均してしまうと、地価は下がることになりませう。アメリカであれば、ニューヨークだけの不動産価格というのはありますけれども、アリゾナの砂漠になんかまず値段をつけません。そのような統計的な問題もあつて日本の不動産価格は下がりますけれども、余りそれは意味がない。むしろ意味があるのは、経済的にどうしても十分に発展できないところの地価は下がり、発展しているところの地価は上がる。それはまさにマーケットメカニズムとして、地価が上がっているところに資源（リソース）を集めなさいという意味があるわけですから、基本的には、むしろそれは望ましい変化を引き起こすことになるであろうと思います。

もちろん、一部の地方金融機関の経営が難しくなるなどの問題はありますが、それはミクロの話

であってマクロの話ではないと思っています。

また、今日のテーマの一つのポイントなのですが、構造改革が遅れているという話があります。

この話は人によって受け止め方が違うと思いますが。今の構造改革は、コップの中に水が半分入ったようなもので、「もう半分も入っている」、「いや半分しかない」というように見方によって違います。ただ、デフレの段階では、私は基本的には構造改革をやること自体が客観的に非常に難しい環境にあったと思います。ちょうど例の「太陽と北風」の話でないですけれども、環境が悪いときに北風でびゅうびゅう吹かせても旅人はコートを脱ぎません。太陽が出てくると、自然にコートを脱ぐようになるというのが私のこれからの基本的な見方であります。

もちろん、政府の役割がないというのではなく、後で申し上げますが、政府は引き続き規制緩

和をやらなければいけないとか幾つか課題がありますけれども、それ以上に、これからは民間部門が自律的に構造改革を始めるでしょう。具体的には企業の債務比率が下がってくる点に典型的に示されます。デフレが終われば売り上げが増えますので、売上高債務比率は下がります。また、今度は金利が上がってくると、今までのようないわゆるゾンビ企業が生き延びることはできません。このようにして、ようやく金利機能が回復され、構造改革が民間主導あるいはマーケット主導で行われるようになるという状況だと思っています。

ただ、問題がないわけではありません。むしろ私の理解では、デフレを脱却するまでの期間は、これはベストな環境が整います。というのは、財政政策の方は期待できませんけれども、金融政策は、CPI（消費者物価指数）がゼロになってもゼロ金利は続けるというメッセージが日銀から何

度も繰り返し出ていますので、金融環境は極めて経済をサポートする形で続きます。しかも、日本にとって非常にいいことは、これからアメリカの Fed（連邦準備制度理事会）が利上げしてくると思いますが、そうすると内外金利差がようやくついてきます。

この結果、日本から資本がドルなどの外貨に流れやすくなり、為替面でもそれほど円高リスクを気にしなくて済むようになる。逆に、資産価格が上がってくれば、金利のつかない現金・預金から様々な資産に資金が流れるようになります。一言でいうとこれから円はファンディングカレンシーになっていくわけです。

そうであれば、金融政策は、全体に資産価格をサポートし始めることになります。私の意見ではゼロ金利政策がようやくこれから効いてくるのです。今まではなかなか効く環境ではなくて日銀も

苦しかったわけですから、まさにゼロ金利の一番強いところが出てくる。内外金利差がつき、ようやく資産価格も上がり、デフレ脱却の入りが見えてきたところでゼロ金利政策というのがようやく効いてくるということなのです。

ただ、興味深いことは、デフレから脱却すると、今度は全然質の違う問題に直面するかもしれないということです。一つは、長期金利が上がってきますので、日本の場合は最大の債務者である国の財政が苦しくなってくるという問題があります。確かに、現在財政構造改革を進めていますけれども、私の感じではまだ十分に行われていないという感じです。その理由は、デフレの下では国内の需要が不足しているので、財政である程度国内の需要を引っ張らざるを得ないという面があるからです。しかし、今後、デフレから脱却して、国内の民間需要が出てくると、国内の投資がさら

に増えてきます。投資は実質値より名目値で考える必要がありますが、名目投資額が相当程度増加してくると、国内の貯蓄が相対的に減少して、国全体でみて貯蓄が減ってきます。今までは、国内の民間部門の貯蓄が財政（政府部門）の方に流れて、何とかうまく均衡していたのが、それができなくなる。このことは、マクロ的にいうと、経常黒字が減ってくるという問題になります。このように、今後デフレから脱却した途端に全く一八〇度違う問題が出てきますので、そのような意味では日銀は非常にかじ取りが難しくなり、財務省も国債管理政策をどうするかという問題になります。ただ、私の考えでは、そこが財政構造改革の出発点になるのだらうと思います。金利が低いときは、もちろん予算は非常にタイトでしたけれども、市場からみると、少々国債を増発したところでそんなにマーケットに深刻な影響を与えたわけ

ではありません。しかし、これからデフレ脱却の後には、基本的には利払い費が急速に増大するという形で財政が厳しくなってくるので、そのまま財政支出を続けることが非常に難しくなり、一段の財政構造改革が求められるという状況になってくると思います。

(3) 世界経済は約二〇年ぶりのリフレ局面入り？
さらに重要な点は、私は七〇年代の半ばに日銀に入行して、五年前まで日銀で仕事をしていたのですが、考えてみると、私が在職していた時代は、「デイスインフレ局面」でした。この間、中央銀行はインフレファイターとしてインフレ率を下げるように努力をして、景気の浮揚に努めてきました。少し戦後を振り返ってみますと、オイルショックまでは「リフレ時代」、あるいは「インフレ時代」であり、インフレ率がどんどん高く

なっていた時代でした。その次の二十数年間が「デイスインフレ時代」です。しかし、デイスインフレが行き過ぎ、日本はデフレに陥りましたし、アメリカでも昨秋には真剣にデフレリスクが議論されました。その結果、どうやら、我々は今そのボトム局面にいるのだらうと思います。私どもとしては、これから再びまた「リフレ局面」になるのではないかという見方をしています。

なぜかという点、中央銀行の政策が明らかに変わってきたからです。そういう意味では、日銀が世界で一番典型的な中央銀行ですが、Fedも同じです。日本とアメリカでは中央銀行が明らかにデフレリスクの回避を目的に金融政策を遂行するようになりました。この結果、デフレは回避され、インフレ率が緩やかに上昇するという意味で「リフレ」が始まるでしょうが、「リフレ」が再びコントロール困難なインフレに向かうのか、ある

いは資産インフレに向かうのか、今のところまだ良く分かっていません。

一、デフレ脱却への展望

(1) Fedによる利上げの米国経済への影響

今後のデフレ脱却までを考えると、まだ幾つかの問題点があります。現在、アメリカでは利上げがタイムテーブルが上がってきていますが、利上げでアメリカの景気が失速してしまうのではないかという懸念がマーケットにはあります。昨今の株式市場が非常にナースになってきているのは、まさにアメリカと中国の問題です。このアメリカと中国の問題について説明いたします。

① アメリカ経済に対する基本的見方

まず、アメリカについての見方を簡単に申し上げますと、我々は基本的にはアメリカについては

引き続きかなり強気の見方をしています。Fedが少々利上げをしたところでアメリカの景気が失速するような状況には基本的にはないとみています。

図表1は、アメリカの実質GDPの前年比とフェデラルファンド・レート（以下、FF金利）を実質化したもののグラフですが、現在の実質FF金利はまだマイナスです。FF金利が1%で、コアCPIが大体マイナス1・5%強のところですので、FF金利の実質レートは若干ゼロの下にあります。

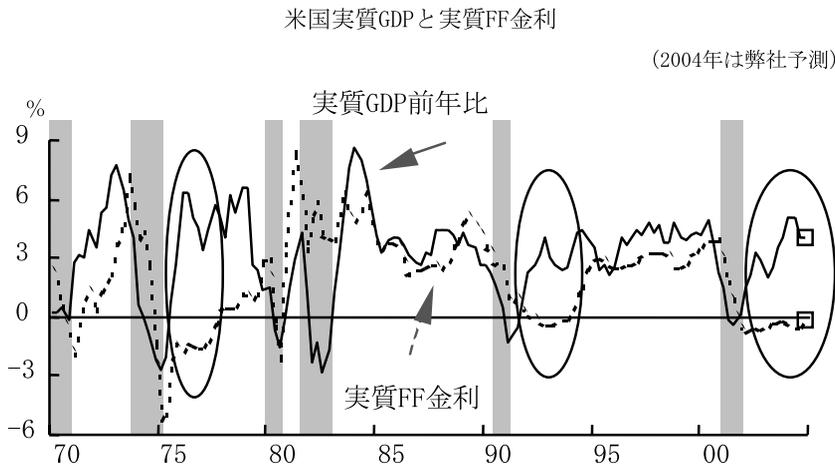
過去を見ると、FF金利がマイナスであった時期は、丸印で示していますように何回かあります。景気後退から脱出するときには、Fedは思い切って実質金利を下げて、そしてはずみをつける。その後、経済のはずみがついてきたところで利上げをして、さらに、景気が過熱してくる

と実質金利を一段と引き上げて、最後には景気がピークアウトするというパターンを過去三十数年間、何回か繰り返してきています。景気がピークアウトしたときは、実質FF金利は大体三・五から六%まで上がっているときです。

今回の場合、実質金利をマイナスから若干プラスに持っていきたいというのがFedのスタンスですから、少なくともいえることは、過去三十数年間、この程度の金利水準への利上げで景気が失速したことは一度もないということです。過去三十何年間なかったから今回もない、そんな単純なことをいうつもりはないのですが、もしここで景気が失速するとするなら、何かほかに特別な要因が出てきた場合です。それがなければ普通には景気は失速しないと思います。仮にイラク問題やテロの発生などで大きな変化が起これば別ですけれども、他の要因が中立であるとすれ

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表1 米国：景気過熱の兆候は未だみられず



(注) 実質FF金利=FF金利-コアCPI前年比

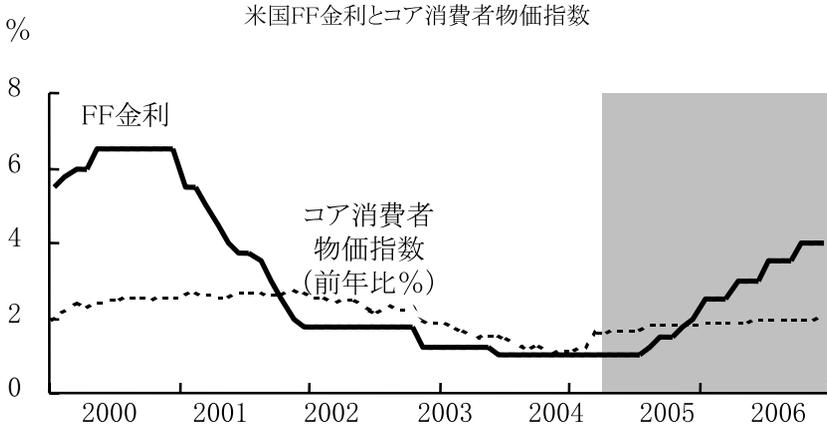
ば、少なくとも利上げの最初の段階で景気が失速するということは多分ないだろうと考えます。

② アメリカの利上げの見通し

私どもの見方では、Fedの動きは、マーケットが現在少しナラバスになっているので若干見えにくくなっていますが、マーケットが落ち着くということ的前提には「六月利上げ説」とっておりません。今年については結局計五回の利上げを行い、年末にはFF金利が二・二五%になり、来年は、各四半期ごとに五〇ベース引き上げて、来年末にはFF金利を四・二五%まで上げるだろうと見ています(図表2)。

こう申し上げると、「本当に、そんなに速いピッチでアメリカは利上げするのだろうか」というのが日本の方々が一番率直な印象だろうと思います。しかし、今申し上げた金利引上げ見通しは、過去の利上げ局面と比べると、圧倒的にマイ

図表2 米国：2005年末までにFFレートは4.25%、コアCPIは2.1%まで上昇
(実質FF金利2.0%は歴史的には低水準)

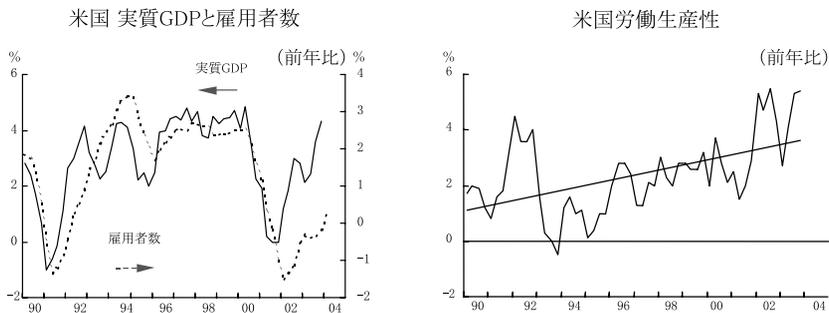


ルドな利上げです。最終的に、二〇〇五年末でFFレートが四・二五%ということは、アメリカのインフレ率は二%強と見えていますので、差し引きして、実質FF金利は二%になります。これは大體過去の平均です。ちょうど歴史的な平均の水準まで上げるだろうと見ています。もし、景気の過熱を防ぐために金融を引き締めるという意味であれば、もっと上げなければなりません。FF金利であれば三%以上引き上げないと引き締めにはなりませんので、その意味で今回の場合は極めて緩やかだというのが基本的な見方です。

③ アメリカにおける生産性の著しい向上
さらにもう一つ、アメリカの特徴的なことを申し上げますと、今アメリカで起きている生産性の向上です。これも、インフレ率をそれほど激しくさせない一つの要因になっていると思います。雇用統計には、皆さん毎回非常に注目されていると

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表3 米国：景気回復下でも雇用者数の伸びは限定的
(＝労働生産性の上昇)



思います。世界的にも注目されています。なぜかという、明らかに二〇〇二年位からアメリカの産業と雇用との関係に異変が起きているからです。図表3の左側のグラフを御覧いただくとお分りのように、GDPが上がっている割には雇用が全然増えて来ません。「ジョブレスリカバリー（雇用なき回復）」ということが最初の頃にいわれましたけれども、明らかに産業活動は活発になってきているのだけでも労働者はそんなに要らない。すなわち、少ない人でより多くの物が生産できるようになっているわけです。

このような変化は余りマスコミでは取り上げられていませんが、これは今アメリカの社会で非常に大きな変革をもたらしています。アメリカの生産性はすさまじい勢いで上昇しています。それは、非効率的な部分をどんどん海外に出しているからです。製造業は中国に出し、サービス産業で

大体できるものはインドに持って行っていきます。

海外に業務を持つていくことにより生産性が上昇して経済が拡大していますが、アメリカの社会も非常に緊張関係にあります。個々人にとつては、やはり仕事がなくなってしまうのは大変な話です。そのため反対する人も出てきて、アメリカの中でもいろいろ苦悩がありますけれども、社会全体としては非常にいい方向に行つており、労働生産性が基本的にトレンドに沿つて上がる中で、さらに今はトレンドを上回る生産性の向上がみられます。このことは、物価の面からは、いわゆる素材・原材料価格が上がっているが、最終財の価格が余り上がらないことの要因になっています。

この結果、物価面からみると、アメリカの場合にはデイスインフレから脱出していきつつあることは確かですが、同時に、もう一方ではインフレ率はそんなに上がらないともいえます。我々が二〇

〇五年末でも、とりあえずインフレを二%とみているのは、このような見方から来ています。

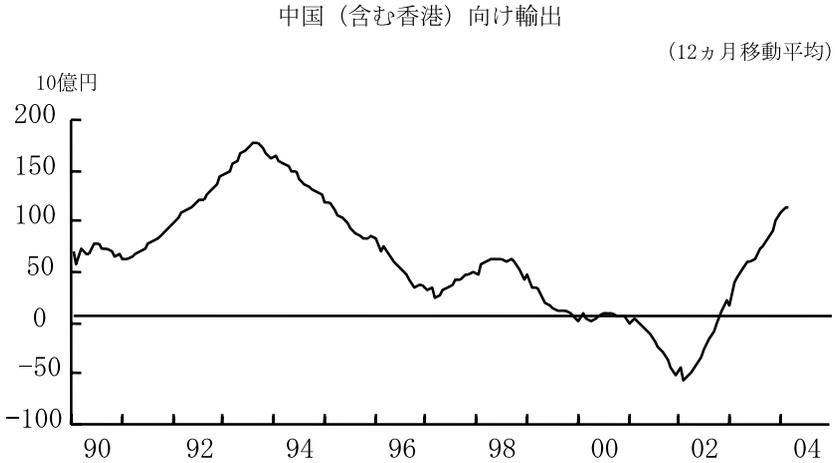
以上がアメリカについての見方です。少々の利上げでは、基本的にアメリカは腰折れしません。同時に、デイスインフレから脱却するけれども、かといってインフレはそれほど目先の脅威にはならない。したがつて、Fedの利上げもマイルドで済むだろうというのが基本的にアメリカについての見方です。

(2) 中国経済はソフトランディングなるか

次に、中国の方に話を移りたいと思います。中国については、御存じのように、二〇〇二年位から猛烈な勢いで対中輸出が増え始めました。図表4が日本と中国（香港を含む）の貿易バランスですが、ちょうど二〇〇二年の年頭頃が転換点になっています。おもしろいことに、ここがちょうど

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表4 対中国貿易収支は黒字化



ど日本の景気の転換点、ボトムだったわけですから。まさに中国向け輸出が増えると同時に日本の景気回復が始まったといえます。

九〇年代は、九三年以降日本の対中貿易バランスは悪化していて、それも日本のデフレ問題を悪化させた一つの原因ではありますが、まさにそれが今逆転しつつあるという状況です。

どんなものを輸出しているかということ、部品類がさまざまの勢いで増えています。音響・映像機器、自動車部品などが、昨年はほとんど倍増しています。その他にも、半導体等も寄与度からいえばかなり大きく、化学製品、鉄鋼なども、伸び率はそれほどではありませんが、それぞれの産業に占める限界的なインパクトとしては、かなり大きかったと思います。

① 中国経済の「過熱」について
ただ、もちろん中国にも問題はあります。申し

上げるまでもなく、「過熱」です。

去年、私がいろんなところでお話しさせていただいたときには、「中国の設備投資は、前年比三割も増えているが、この伸び率はちょっと持続可能ではないですね」という話をしていましたが、今年に入って、一、二月は前年比五割増、三月は少し落ちて、前年比四五%増となって、ようやく「過熱」は鎮静化しつつあります。

一方、マネーサプライも前年比二割位の状況が続いたあと、徐々に伸び率が下がり始めました。昨年の夏から、中国は緩やかな金融引き締め、すなわち預金準備率の引き上げ等を実施した結果、ようやく今頃になってその効果が出始めた、というようにみております。

うまく微調整してファイナニングをやっ
ていこうという政策は、ある意味では中国では初
めての試みです。思い切って引き締めをやること

思えば、それにはいろんな手がありますが、中国の場合には、直接規制に頼らざるを得ないということになります。しかし、なんとか現在芽生えつつある市場原理を使つてうまくやるかと試みているのですが、その答えはまだ明らかになっていません。

したがって、中国経済が失速するのではないかと
いう懸念は誰も持っているところですが、最近の中国経済の減速はハードランディングのリスクがむしろ小さくなりつつある、と私どもでは解
釈しています。

② ソフトランディングの場合は安定成長に向
かう

私どもで、簡単なシミュレーションをやってみ
ました(図表5)。中国がソフトランディングする
ケースとハードランディングするケースのそれ
ぞれにおいて、どんなインパクトがあるかという

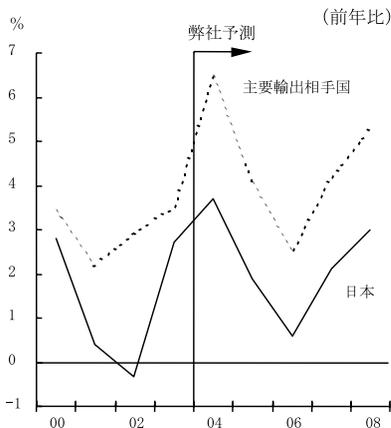
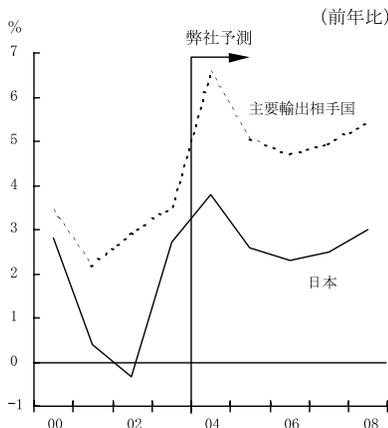
デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表5 中国経済がハードランディングする場合は、
日本経済も2006年にかけて景気ピークアウト

日本と主要輸出相手国の実質GDP成長率

ソフト・ランディング (メインシナリオ)

ハード・ランディング (リスクシナリオ)



計算をしてみました。結論だけ申し上げますと、ソフトランディングのケースでは、中国は、現在大体一〇％以上、二桁の成長率をしています。中国が考える安定成長の七％程度に向かって緩やかに落ちていくとみています。これは図表5の左側のグラフに示しています。

日本に対するインパクトについては、中国に対する輸出と関連してきます。この九〇年代の後半以降、日本のGDPは、日本の輸出相手国のGDPと極めて相関が大きいというバランスができ上がっております。これは去年の内閣府の経済白書にも指摘されていたことですが、日本の輸出はGDPの二二％しかないのですが、一種の乗数効果働いて、輸出との関連が非常に強くなっています。日本の輸出は、世界のGDP、特に貿易相手国のGDPと極めて密接な関係がありますので、話を簡単にしてしまえば、日本の輸出相手国のG

D Pが日本のG D Pを決めている、という関係になっ
ています。

今回の予測をする場合にも、日本の主要輸出相手国は「中国」、「中国を除くアジア」と「アメリカ」で、ほぼウエートは三分の一ずつ位なのですが、その平均値が日本の将来の成長率を決める、そういう簡単なモデルで考えますと、左側のグラフにある中国がソフトランディングするケースでは、日本経済は今後少しずつスローダウンしていくという予想になっています。日本経済は、現在の瞬間風速は三%以上の成長率だと思えます。来週出る日本の第一・四半期のG D Pも、我々は結構高い数字が出ると思っています。マーケットの予想は年率三・五%ぐらいでしょうか。我々は、四%、場合によってはそれより上回る(筆者注、実際は六・一%)と見ていますけれども、このように足元は極めて絶好調の状況にあります。この

ような水準から、中国がソフトランディングするケースでは、少しずつスローダウンして、二〇〇五年から六年にかけて二%位で一回底を打って、またそれから少し上がっていくという予想になります。イメージからすれば、九四、九五年に起きたような景気後退まではいかない「ミニ調整」、若干緩やかな景気のスローダウンがあるというのがソフトランディングケースであります。

③ ハードランディングの場合でもV字型回復
ハードランディングケース、こちらの方の御関
心が強いかと思いますけれども、図表5の右側の
グラフを御覧いただきますと、かなりV字の谷が
深くなっています。これは大体二〇〇五年の終わ
りから二〇〇六年の頭にかけて一番のボトムが来
るといふ形になっています。かなり先のことだ
なという印象を持たれた方もおありになるかと思
いますけれども、実際にハードランディングのケー

スでも、中国の経済が実際にスローダウンするのは、多分今年の後半、年末に近い頃からだろうと思います。まだ、目先はスローダウンさせたくてもできない、それが中国の悩みなのですから…。

その理由は、中国は余り政策手段がないからです。マーケットに対する政策を実行しても、マーケットは分断されていますから、マーケットを通じてうまく波及効果が出てこない。また、本気になってやろうとすると直接規制しかないのですが、ただ、直接規制といってもなかなか地方はついてきてくれないと思われるので、政策手段が余りないということになります。

ただ、そうはいつても、ハードランディングの場合にはかなり直接規制に頼ることになります。貸出しも、日本の窓口指導のようなことを行って、その窓口指導に従わない銀行については、一

罰百戒で極端な場合には銀行の経営者に高いペナルティを払わせるなど、おどかして何とかするというのが唯一残された手段なのです。その場合でも、結論を申し上げます、谷の深さがどこまでかというのは非常に難しい問題がありますが、私は基本的には経済の調整はかなり短期間で終わると見ております。

例えば中国が強い引き締めを実行した場合、需要項目別には設備投資が最も影響を受けます。このため、中国の機械産業等に影響があることは確かだと思えます。しかし、その他の中国の需要項目、例えば輸出については、これは余りスローダウンしないと思います。中国の輸出については、中国だけが何か経済問題でおかしくなったとしても、世界全体の景気がしつかりしていれば、中国からの輸出は減少しません。中国は、世界の需要に対する一種の加工貿易の基地になっていますの

で、輸出は余り影響を受けないのです。

また、中国の個人消費については、過去一〇年位をとると、ほとんど景気変動に影響されていません。個人消費は、大体、実質でみて毎年一〇％位伸びています。アジア危機があつた九七、八年のときも伸びています。一回だけ伸び率が落ちたのは、SARS事件のときです。このときは、さすがに個人消費は落ちましたが、マクロの景気変動に対しては、中国の個人消費は非常に弾力的である、すなわち、かなり景気を下支える機能があるといえましょう。したがって、結論を申し上げますと、中国経済の谷はさほど深くならないと思います。しかし、中国経済の最大の構造問題は、中国の金融システムです。ここだけは先行きが不透明です。御存じのように中国の銀行システムの不良債権比率は公表数字でも二十数％、実際はさらに多いといわれています。

ただ、中国経済が一旦ある程度減速すれば、今度は引き締めを解除する、あるいは若干刺激的な措置を講ずれば、本来中国は個人消費を中心とする内需の力が非常に強いので、また経済を回復させて、二〇〇八年の北京オリンピックに向けてV字回復をしていくと思います。また、そういう見方が強まれば強まるほど、結果的には谷は浅くなります。いずれにせよ、次に谷が見えているけれども、またそのあとは上がっていくという見通しがつけば、実は谷もそんなに深くならないという面もあるうかと思えます。

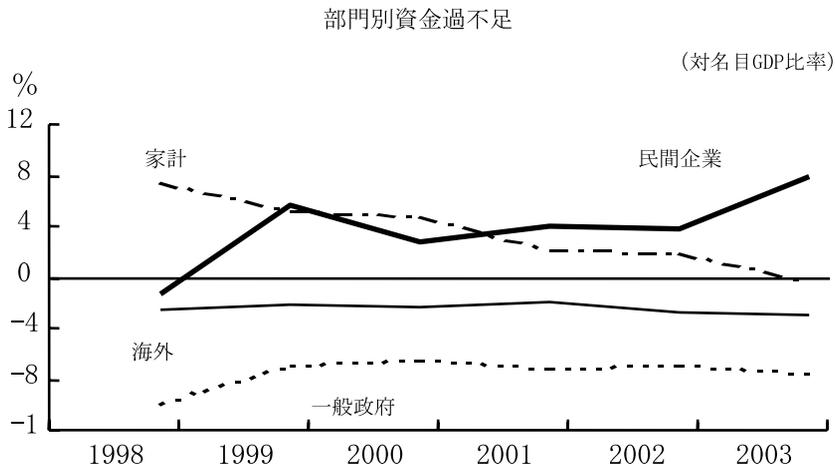
目先、中国は非常に大きな関心事ではありませんけれども、最終的にはこの問題は何とかクリアできるのではないかと考えています。

(3) 日本の個人消費は回復するか

三番目のテーマとして、日本国内では、個人消

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表6 家計貯蓄率の低下が個人消費を下支え



費が問題になります。これまで、日本の景気は設備投資中心の回復をしてきました。このことは誰しも異論がないのですが、これが本当にどこまで個人消費にプラスの影響を与えるかということが大きな問題です。

個人消費は、マクロ的に考えた場合、二つの要素で決まってきます。一つは「貯蓄率」あるいは「消費性向」です。自分の所得の中のどれだけを消費に充てるかということです。もう一つは全体のパイの大きさを示す「可処分所得」です。

① 貯蓄率の低下・マイナスの貯蓄率

まず最初の貯蓄率については、図表6は日銀の資金循環統計からのデータですが、家計の貯蓄率は一貫して低下傾向にあります。家計の高貯蓄というのははるか昔の日本の話であって、今の日本はそうでなくなっているという状況です。二〇〇三年の年間をとってみると初めてマイナスになっ

ています。すなわち、家計では入ってきた所得以上に支出しているということです。所得を上回って消費と住宅投資に支出しているのです。これは、基本的には高齡化が一番大きな要因であると思つていきます。内閣府のアンケート調査では、職を持たない年金受給者の貯蓄率はマイナス二十数%という状況ですので、これから高齡化が続く限りは家計の貯蓄率は落ちていきます。このことが消費を支えている一つの要因だろうと思ひます。

日本の場合には、このような貯蓄率の低下は持続しないのではないかという見方もあります。確かにアメリカなどの場合には貯蓄率が下がるためには、銀行からの借入れを増加させなければなりませんので、いつまでも貯蓄率が下がり続けるということとは非常に難しいのですが、日本の場合は一四〇〇兆円の金融資産を取り崩していくことで何とかかなりますので、その意味においては、日本

の貯蓄率はマイナスにもなり得ると思ひます。

② 企業の高収益率はボーナス等に反映

次に、可処分所得についてお話しをします。本題に入る前に、企業の収益環境を見ておきます。先般発表された日銀三月短観の結果ですが、大企業製造業の二〇〇四年度の売上高経常利益率は五・一三%の予想になっています。売上高経常利益率は企業の利潤率を意味しますが、これが5%を超えるというのは、実は極めて「異常な状況」なのです。「異常」という意味は、過去に5%を超えた時期がいつであつたかという点、八八年、八九年、九〇年のまさにバブルの時代と、七三年の列島改造ブームのとき、すなわち第一次オイルショックの直前です。そのときだけなのです。もちろん予想ですので終わってみないと何ともいえないという面はありますが、少なくとも大企業製造業については、バブル期以来、あるいはバブル

期並みの高い利潤率を得られそうだとというのが今の状況です。

問題は、この企業利益が果たして従業員の方にどれだけ分配されるかということです。特にボーナスなどにどう反映するかということですが、日本の四大シンクタンクの予測は二対二に分かれています。今年の夏のボーナスは増えるのか、減るのかということについて、見方がちょうど拮抗していて、今のところは結論が出ていません。私は、結果的にどれ位増えるかは別にして、去年の夏よりはいい。冬のボーナスも、去年の冬よりはいい、そういう状況だろうと思っています。

今年是企业収益回復の二年目に当たります。このような回復の二年目は、過去に遡れば九九年、二〇〇〇年と回復が続いた二〇〇〇年が景気回復二年目に当たります。それから九五年も景気回復二年目の年です。このような回復二年目の年の

ボーナスの比率は前年に比べ、夏、冬で若干違うこともありますが、基本的にはよくなっています。企業収益がよくなり、そうなるとボーナスもよくなっているということがありますので、そんなに悲観することはないであろうと思います。企業は、正社員を抑えてパートを増やしています。

この点からすれば、パートは確かにボーナスの恩恵は余りないかもしれませんが、マクロ的に見れば、細かいところはもっとこれから実際にデータを見ないといけませんけれども、やはり日本型のシステムの下では、企業収益の一部は従業員に還元されるということが十分想定できるわけです。

③ 可処分所得は増加の見通し

次に、可処分所得については、三つの部分から成り立っています。その一つは、今申し上げたボーナスや定例給与は「雇用者報酬」という部分

であり、この部分が大半を占めていますが、残りの二つの要素、「財産所得」と年金受け取りなどの「移転所得」の二つについても、可処分所得の変化を説明する上で、結構大きな役割を果たしています。図表7の影（シャドウ）をつけたところ、すなわち九八年が名目可処分所得のピークでありました。このように九八年以降の過去五年間は名目所得が落ちてきています。したがって、決していい所得環境ではなかったといえると思いますが、まず目につくのは、雇用者報酬の減少です。二〇〇四年との差額で見ると一一兆円落ちています。ただ、同様に、ネット財産所得もかなり大きく落ちていきます。一五・九兆円から四・七兆円で、一一・二兆円落ちていきますので、これも同じぐらいのインパクトがあったということです。九一年から見ると、年間の財産所得は三五兆円から四・七兆円に、三〇兆円も落ちてしまっています。

すが、これも家計の所得環境を悪くした一つの要因であります。

このように財産所得は大きく減少しましたが、現在はかなりゼロに近づいており、これ以上落ちないところまで落ちていきます。その要因としては、ゼロ金利の関係で預金金利がほとんどゼロに張りついて、利子収入がなくなってしまうということが大きいわけです。また、債券を持っている人も金利が下がってきています。長期金利については、去年の六月をボトムに、基本的には上がってきているという見方をしていますが、そういう意味では、財産所得の減少もほとんど下げ止まってきています。少なくともマイナスのインパクトがなくなってきたという意味でプラスです。

それから、より大きいのは年金のネット受け取りです。我々サラリーマンは、これからも年金の

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

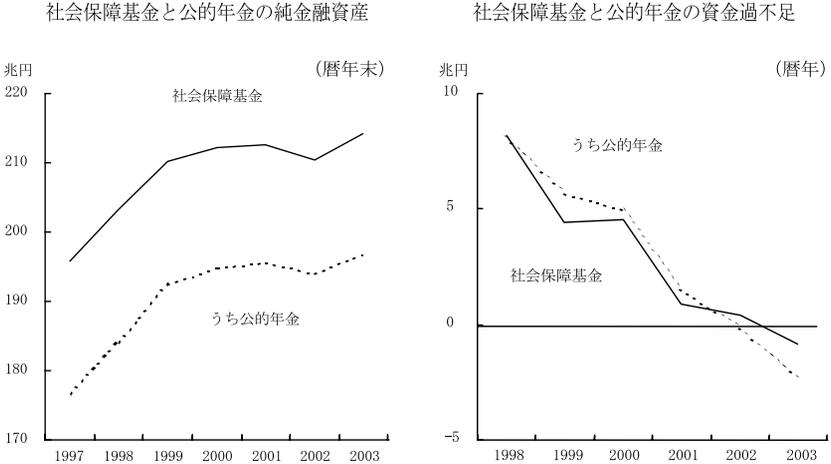
図表7 2004年の可処分所得(家計)は雇用者報酬と年金受け取りの増加
および財産所得の下げ止まりから増加 (単位: 兆円)

	可処分所得			
	雇用者報酬	ネット財産所得	ネット年金受取	
1991年	264.2	245.7	35.8	24.4
1992年	268.2	253.7	32.0	24.0
1993年	274.2	259.2	28.1	26.2
1994年	278.7	264.4	24.1	27.5
1995年	285.5	269.0	21.9	30.0
1996年	286.0	273.4	17.8	29.8
1997年	293.6	280.5	17.0	31.8
(a) 1998年	296.3	277.7	15.9	33.9
1999年	293.9	273.1	13.4	36.6
2000年	292.2	275.0	11.4	37.2
2001年	287.0	273.4	8.0	38.6
2002年	284.6	265.4	6.4	41.6
2003年(予測)	285.7	264.0*	5.2	44.8
(b) 2004年(予測)	289.3	265.9	4.7	48.8
(b)-(a)	△ 7.0	△ 11.8	△ 11.2	14.9

(注) 2003年および2004年は弊社予測、*2003年雇用者報酬は実績

天引きがどんどん増えるので、個人消費には悪影響があるという意見があります。一見すると、何かもつともらしいような話ですが、実はこれは移転所得なのです。我々現役世代が払っている年金への支払いはこれから少しずつ増えていきますが、それは結局年金受給者の懐に入るわけです。政府が徴収した金額の中から、言い方が悪くて恐縮ですが、横取りしない限りは、マクロ的にはまらず中立(ニュートラル)です。AさんからBさんに行くだけです。家計の所得全体としては何ら変化はありません。しかも、高齢者の方が消費性向は高いのです。したがって、マクロ的にいうと、低い消費性向の人から高い消費性向の人にお金がどんどん移っていく訳です。所得全体ではニュートラルでも消費にはプラスです。なおかつ、実は毎年加速的に年金の純受け取り額が増えています。このことは何を意味しているかという

図表8 社会保障基金、公的年金は2003年以降赤字に



と、広義の「社会保障基金」がどんどん赤字を増やしているということです。

図表8が社会保障基金の現在の姿です。これには健康保険なども全部含まれていますが、社会保障基金全体としては二〇〇三年に赤字になっています。赤字ということは、年金についていえば、国民が社会保障基金に払い込むよりも社会保障基金からもらう方が大きいという形になります。あの意味では、それだけ財政赤字が増えていることとなります。社会保障基金は一般政府の中の一つの要素ですから、その赤字が増えて、家にどんどん所得を移転しているという形になります。

もちろん、これは永遠に続きません。しかし、図表8の左側のグラフを御覧いただくと、社会保障基金の残高は、まだ二〇〇兆円位あります。公的年金でも一九〇兆円あります。最近株が上がっ

たので去年はむしろ資産残高は増加しています。

社会保障基金が赤字であるということ自体は非常に重要な問題なのですが、目先の景気にとつては、プラスになります。すなわち、政府が、一般歳出ではないのですが、社会保障基金からお金をどんどん家計に渡すという形になりますので、結果として家計の可処分所得が増加します。

このようにして、「移転所得」は、四兆から五兆円位ずつこれから増えていきます。基本的に、年金生活者の消費がその分支えられる形になつて、可処分所得も増えていく。

以上をまとめますと、可処分所得も増える、消費性向も上がる、これで消費が悪いわけではないというのがマクロ的に見た個人消費の姿であります。もちろん、景気を支える主体は設備投資であることには間違いありませんが、同時に、個人消費も堅調であるという見通しです。

二、デフレ脱却後の金融政策

— 量的緩和と出口政策のあり方を探る

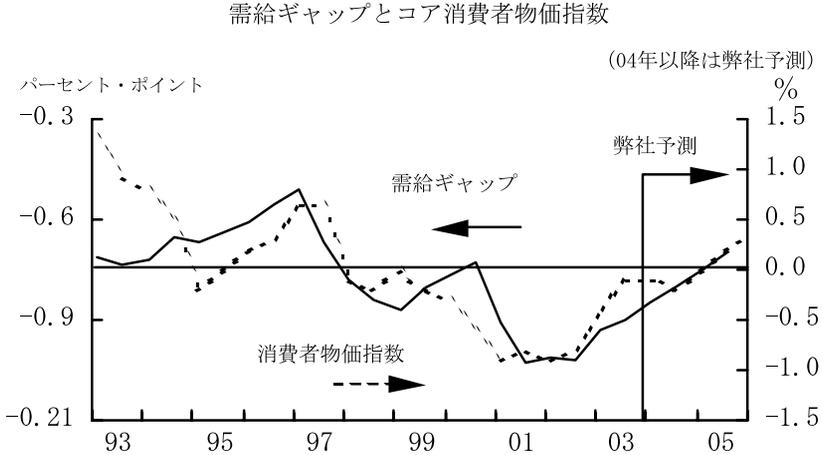
(1) 量的緩和解除へ移行するための三段階

① 第一段階—CPIデフレの終焉

では、次の話題として金融政策に移りましょう。まず、日銀はデフレ脱却のときに、ゼロ金利からどのようにして抜け出るのかということですが、第一のポイントは、CPIで見たデフレがいつ終わるのかということです。

図表9は、需給ギャップと物価との関係を表したグラフですが、実績のところまでは、日銀が使っている公表資料を用いてグラフをつくっています。需給ギャップが大体マイナス七・五%位のところでCPIはゼロになる、これが日銀の使っているモデルなのですが、現在のところ、東京都

図表9 ステップ1: CPIデフレ終焉 (2005年第1四半期)



区部のCPI(前年比)は三月がマイナス〇・一%で、四月もマイナス〇・一%でした。事前には、四月は、去年の四月に医療費の引き上げがあり、その要因が〇・二%ポイントぐらいあったので、ほかの要因が中立なら、多分マイナス〇・三%になるだろうというのがマーケットの予想でした。

ところが、蓋を開けてみたらマイナス〇・一%と横ばいだった。これは、実はかなり強い数字なのです。四月二十八日に日銀が展望レポートを出したときには、「四月になればまたCPIの前年比のマイナスが大きくなる、したがって、もうしばらくデフレが続く」というのが日銀の見方ではなかったかと推察しますが、四月三〇日のCPIの数字を見て、日銀の見方が変わった可能性があります。これは私の推測ですが、福井総裁が急遽日経新聞のインタビューとNHKの番組で、デフレ脱

却の目的は「二〇〇四年度の終わりから二〇〇五年度の初めにかけて」という発言をされたように、日銀がデフレ脱却の時期をやや前倒ししたのはこの四月のCPIの影響ではないかと思つています。我々の見方は、来年の一月―三月にCPIは少なくともゼロになるといふ見通しですが、それを示したのが、この需給ギャップとCPIの関係であります。

② 第二段階―量的緩和解除三条件の必要条件のクリアー

日銀がこれまで明らかにしているゼロ金利解除の条件は、まず、第一番目の条件として、CPIの前年比が数カ月間プラスになってくれないとダメですよということ。条件の二番目として、日銀の政策委員会の審議委員のCPIの見通しが、全員ではないにしても、かなりの人がプラスにならなければいけませんということ。条件

の三番目は、彼らのいう「総合判断」ということです。その総合判断が何であるかというのは余りはつきりしていませんが、今まで出てきた話では、一つは金融システムが問題になるでしょう。それから、CPIだけではなくて、他の物価指標、例えばGDPのデフレーター等も問題になるかもしれません。こういうものを全体として考えましょうというのが条件の三番目の「総合判断」ですけれども、この三条件がどの時期にクリアーされてくるのが問題になります。

一番目の条件は、来年一月―三月にCPI前年比がゼロになるとすると、それから数カ月後ということですので、来年の夏ごろにはクリアーされる。二番目の条件は難しいのですが、今年の一月の日銀の展望レポートでは、二〇〇五年度のCPIについて、かなりの審議委員がプラスを予想し始めると思いますが、まだ意見は若干分かれる

と思います。ただ、来年の四月または一〇月になってくると、かなりの人が前年比で見ればプラスを予想し始めるということになってきます。そのあたりで必要条件の第一と第二はクリアされると思っています。

③ 第三段階—量的緩和解除の十分条件のクリアー

問題は三番目の条件です。場合によつたら、CPIの条件を変えるかもしれない。昨日（五月一日）の中原委員の講演では、前年比がプラスだけではなくて、これが一%まで上がらないと解除すべきではない、そのような意見です。

昨日の中原委員の意見と同じことを岩田副総裁が話されています。岩田副総裁の場合には、インフレーターゲットとして一〜二%を挙げています。

一%の根拠は、CPIはもともと〇・五%ポイント統計的に高く出してしまう傾向があるので、そ

れは考慮すべきだ。あとの〇・五は、いわゆる「のり代」としてショックがあったときに備えておくべきだという意味で一%です。どうやら日銀の中にはこの雰囲気が少しずつ強まってきているようにも窺えます。

福岡委員は、金融システムの安定性が確保されない限りはゼロ金利は解除すべきでないという意見です。これは中原委員も同じですけれども、具体的には、来年四月のペイオフ解禁まではゼロ金利の解除はやるべきでないし、ペイオフ解禁後もその辺の要素を見ようということですが、ただ、何をもつて金融システムの安定性が確保されたかというのかは、量的に把握するのはなかなか難しいと思います。今のところ、これ以上の話は出てきていません。

最後のポイントは、各目成長率をどう考えるかということです。

小泉内閣は「二〇〇六年度の名目成長率二％以上」を公約として掲げています。四月末の経済財政諮問会議の場でその話が出たときに、日銀から代表として出ている福井総裁も、当然これにコミットするというように政府の方は考えていた可能性はあると思うのですが、福井総裁はコミットはできないと発言したと報道されています。

私も昔、中央銀行にいたということで、若干バIASがあるかもしれませんが、福井総裁の反対は、ある意味では当たり前なのです。中央銀行が考慮すべきは、特に日本の場合は物価です。名目成長率は物価と実質成長率の組み合わせですから、日銀は物価の方には責任を持つけれども、実質成長率は日銀だけの責任ではない。日銀の政策はもちろん影響しますが、そこはいろいろな要因があるので日銀としてはコミットできないという

のが基本的に福井総裁の立場だと思います。そういう意味で、日銀は、正式には名目成長率にはコミットしていないという形になります。ただ、日銀の置かれているポリティカルな状況を考えて、これをそのまま額面どおり受け取るべきかどうかというのは、ちょっと疑問のところがあると思います。公式には、先程申し上げたように日銀はコミットできないと思いますが、現実問題としては、かなりコミットしているのではないかと私は考えています。

先ほどの中国の話もありますが、場合によっては、これから二〇〇五～六年にかけて経済が失速するリスクというのは常にあります。この前のゼロ金利解除のときもそうでしたけれども、二〇〇〇年八月のゼロ金利解除は、ある意味では、ちょうど景気がピークのときにゼロ金利を解除した。マーケットの言葉でいうと、マーケットがピーク

のときにロングポジションを張ってしまったために後で批判の対象になったわけです。日銀が今度はその轍は踏みたくないと考えているとすると、どちらかというゼロ金利解除は遅れることになると思います。

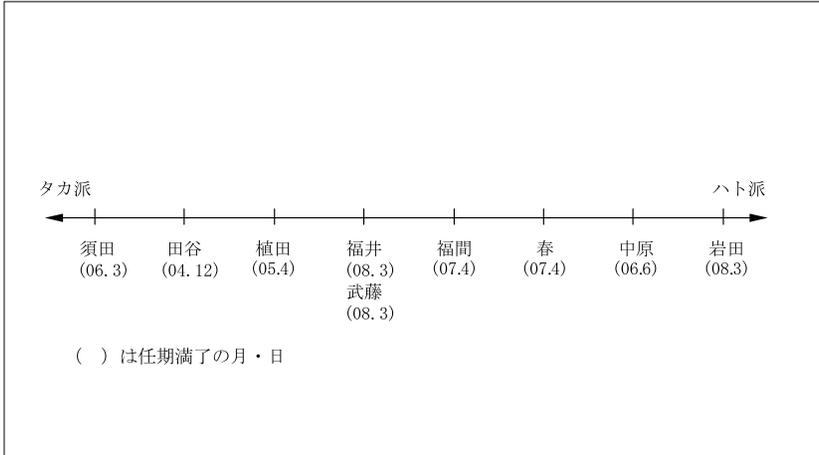
では、ゼロ金利解除が遅れて何か困るかということ、実はそんなにリスクはないわけです。ゼロ金利解除が早まってしまつと、実は前回のようになんて経済への影響があまりなくとも、また日銀が景気の腰を折つたといわれてしまうので、日銀としては慎重にならざるを得ない、という面もあるうかと思ひます。

④ ゼロ金利解除の時期（二〇〇六年一二月）
 図表10は、我々の考えている日銀の政策委員会のラインナップです。これで見ると、一番のタカ派、といつてもマイルドなタカ派と申しあげた方がよろしいのですが、興味深いことに日銀で

は女性がタカ派になることが多いようです。例えば前の篠塚委員がそうでしたし、今回も須田委員が、量的緩和解除に関する三条件がそろつたら早く金利機能を回復した方がいいという意見です。ただ、金利機能といつても、別にゼロ金利を解除して、コールレートを直ちに大幅に上げるといふほど過激ではないようです。

次に、括弧の中を御覧いただきたいのですが、これは任期満了の年・月をそれぞれ示しています。このなかで最初に任期満了となるのは田谷委員ですが、任期は今年の一二月までです。それから、植田委員が来年の四月です。その後、須田委員、中原委員となっていますが、ラインナップ上、左側の人すなわちタカ派の委員ほど早くやめられるわけです。その後どなたが来られるかというのは今のところわかりません。再任ということもありえますが、いずれにせよ、これはポリティ

図表10 日銀政策委員会のラインアップ



カルアポインティーですから、こういう表現がいかにどうかわかりませんが、任命に際して、一度、政府から踏み絵を踏まされますので、それほどタカ派の人は来ないと考えるのが普通だと推測します。

ゼロ金利解除に関し、ちょうど決定的に重要な時期が二〇〇五～六年にかけてやってきます。我々は、ゼロ金利解除は二〇〇六年二月と見ていますが、二〇〇六年初の段階では、現在のラインナップのなかでは、(総裁と武藤副総裁を除くと) 福間委員から右側にいる四人の委員しか残っていない。左側の人はかなり変わってしまったている可能性が大きいので、その面から見てもゼロ金利解除というのは遅れる可能性があります。

では、何故ゼロ金利解除の時期が「二〇〇六年の二〇〇〇—二〇〇二年」であるかといえは、二〇〇〇六年

度の名目成長率二％というのが制約条件になる可能性が高いと考えるからです。この目標が確実に達成される見込みがはっきりするまではやはり日銀としても動けないということではないかと思えます。そのような意味では、二〇〇六年の七―九のGDPの速報値が一二月に発表されますので、それを見ないとなかなか日銀は動けないし、先ほどの中国のハードランディング・シナリオではないですが、もし世界景気が少し下向いてしまうと、次の景気回復はもう二〇〇七～八年までで待たねばなりませんから、そこまで現在の状態が続いてしまう可能性もあります。

また、インフレ参照値というような形で、仮に「CPIー％」という下のラインだけ定めると、日本でCPIが一％になるというのは結構先だと思えます。冒頭申しましたように、労働生産性が世界的に向上しており、さらに、中国にはまだ何

億という失業者がいますので、賃金は世界的にみて上がりません。幾ら原材料価格が上がっても、例えばここにありますガラスの値段というのは、かなりが人件費です。原材料費はほんの僅かであつて、人件費が上がらなければ物の値段はそんなに簡単に上がりません。このように人件費が上がらない状況のもとでは、インフレ率は微々たるものです。歴史的に振り返ってみると、日米間に大体二％程度のインフレ率格差があります。したがって、現在のアメリカのCPIが二％であるとする、日本が一％以上のCPI上昇率になるためには、アメリカでは三％以上のCPI上昇率にならなければならないのですが、このような状況は直ぐ実現するとは考えにくいと思えます。その結果、日米とも、金融政策は、基本的にはかなりアコモダティブな（緩和な）状況が続くということです。

我々は長期金利もこれからもう少し上がるとみています。来年日本の景気が少し過熱し始めてくると、一〇年債の金利が二％に乗ることはあり得ると思いますが、三％以上になるかというところでは可能性は少ないと思っています。一般に、金利が三〜四％になると銀行のバランスシートが傷んで金融不安を起こすという見方もあるようですが、本当に長期金利が三〜四％になるのかというと、そこはインフレ率との兼ね合いで見ないといけないのですが、日銀がよほど政策を失敗しない限りは、そんなことにはならないだろうと思っています。基本的には、当分、意外といい経済・金融環境が続くのではないかと考えています。

(2) 量的金融緩和解除の日銀のバランスシートへの影響

次に、現在の量的金融緩和からの出口政策の話

をしましょう。まず、量的緩和からゼロ金利政策に変更するという方策が考えられます。現在の日銀の公式見解は、量的緩和は景気をサポートしているという議論ですから、日銀当座預金残高を現在の三〇兆円強の水準から二五兆円〜二〇兆円に落とすことは金融引き締めになるので、日銀は現在はそのような政策はとれませんけれども、コアCPIが前年比でゼロを上回った段階でその量的緩和を外してやることは十分ありえます。すなわち、ゼロ金利は続けるけれども量的緩和を外すということはありえます。それはどうやってやるかというと、例えば、「意図的な札割れ」です。日銀のオペで意図的に札割れを起こして、日銀は資金供給はきちんとやっているのだけれども、マーケットから応札がないからそんなに供給しても意味がない、マーケットが要らないといっているのだから日銀当座預金残を下げますという意味で、

マーケット後追いで資金供給を落とす可能性があります。

もう一つの考え方としては、例えば金融システムに目配りするのであれば、量的緩和は維持するけれどもゼロ金利は解除するという政策が考えられます。具体的には、日銀の当座預金に付利すればいいのです。現在、日銀の当座預金は金利を付けていませんが、日銀の当座預金に付利することはできません。これは、法律改正の必要はありません。日銀の内規だけでできますので、政策委員会で議決をとればできます。その場合には、日銀の当座預金残高は、三〇兆円の水準を維持しますが、付利する金利はコールレートと同じになります。このことは、日銀の中にコール市場をつくってしまうということです。

ゼロ金利を解除すれば、通常の場合、三〇兆円余の当座預金残高が六兆円まで落ちないといけな

いのですが、そうなれば銀行は、コール市場に行ってお金を調達してくる必要があります。しかし、そもそもコール市場は半ば機能不全の状態です。コール市場を熟知している人を見つけるのは博物館に行つて探してこないとだめだというような状況ですので、そもそも市場が機能しない可能性があります。これは日銀として非常にジレンマです。コール市場の機能を回復させるためには、当座預金残高を落とさなければならぬからです。日銀は少しずつ市場金利について意図的にボラティリティーを高めて、マーケットでの資金調達をうながすとみられています。これはかなり困難なプロジェクトになるでしょう。

ただ、コール市場ができなくても、日銀がコール市場そのものになって、一応資金を供給することはできる訳です。しかし、この案にはいくつかの問題点もあります。日銀が銀行に金利を払つと

いうことは、銀行に補助金をつけていることにほとんど等しいことを意味します。この結果、日銀の国庫納付金が減ります。日銀の収益構造は、負債サイドは負債コストゼロですから、資金運用益の大半を国庫納付金として年度末に政府に納付することになっていきます。ところが、負債サイドに金利がつくと日銀の収益はその分悪くなります。国庫納付金が減ることは、税収が減るのと同じです。それでは、誰が得をしたかというと、銀行が得しているわけですから、この案は、国民から銀行への所得移転が起こることを意味します。これは結局、銀行批判につながる恐れがあります。本案は、手続き的には法律改正をして国会を通す必要はないのですけれども、国会で議論を呼ぶ可能性はあります。国民の税金で銀行を助けているのではないか、しかも、非効率な銀行を助けているのではないかという批判が出る可能性も

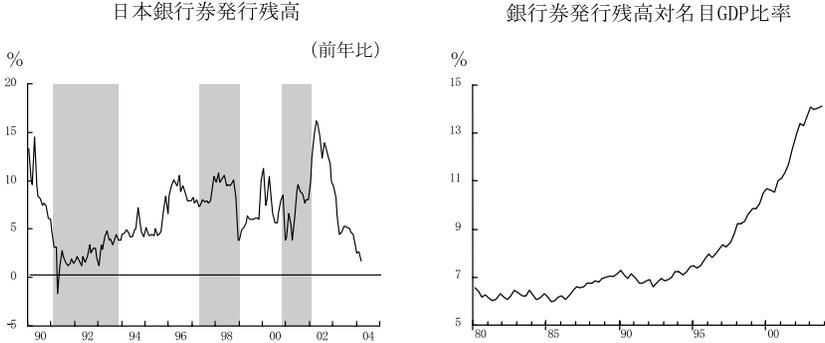
あります。

(3) 量的緩和解除と国債管理政策

国債管理政策について若干申し上げます。

デフレ脱却後は、国債管理政策が大きなテーマになってくると思います。図表11は、銀行券の発行残高とその名目GDP比率なのですが、右側のグラフを見ていただくとお分かりのように、銀行券の発行残高は名目GDPの一四%まで上がってきています。歴史的に見て極めて異常な事態が起きています。異常というのは、日本の歴史をみても、また世界的にみても、現在、銀行券の発行量は異例なほど大量に出回っています。以前は、図表11の右側のグラフの八〇年代の頃を見ておわかりのように、銀行券の対名目GDP比率は、せいぜい八%が上限で、六〜八%位で動いていたわけです。それが九〇年以降、急激に上がってきてい

図表11 銀行券発行残高の伸び率は失速状況、
銀行券がネット償還されるリスクも



ます。これは、ゼロ金利政策の結果、すなわち、銀行に預けても全然金利がつかないのであれば、「たんす預金」にしよう、あるいは、いや、銀行は危ないから、むしろ「たんす預金」の方が安全だという二つの理由で銀行券がどんどん増えていったわけです。図表11の左側のグラフにあるように、銀行券発行残高は、瞬間的には前年比で一六%位まで伸びたのが、ここに来て、金融不安もほとんど解消した、デフレの脱却も見えてきたということ、銀行券の伸び率が急速に鈍化しています。前年比で一・六%まで今落ちてきています。前年比で一・六%というのは、瞬間的にいうとほぼ横ばいに等しいということです。

日銀の内部規程では、「日銀の保有する中長期国債は銀行券を上回らない」となっています。現在のところは、銀行券発行残高は七一兆円、足元

う議論を別にすると、結局、ゼロ金利解除とともに所要準備を前提とした日銀当座預金残は六兆円（あるいは六兆円プラスアルファ）になり、超過準備の二〇数兆円が消えてしまつからです。日銀はこの負債の見合いの大半は短期資産で持っていますので「現状」のバランスシートであれば、問題がないのですが、図表12の右側（量的緩和解除後）のような状態の場合には、中長期国債を売らなければならなくなります。そうしない限りは、基本的にはゼロ金利は解除できないという話になります。また、そのときに本当に日銀が中長期国債を市場で売却するとしたら、これまた大きなショックとなりますので、それは事実上できません。したがって、日銀は、銀行券残高を超える中長期国債は持ちたくないということになります。

しかし、以上の議論は、「銀行券は償還される

ことはない」、すなわち「銀行券発行残高が純減することはない」という前提に立っておりません。

本当にそうでしょうか。ゼロ金利が解除された場合、銀行の普通預金にも金利が付くようになりますので、「たんす預金」が減り、銀行券がネットで日銀に戻ってくるという状況はありえない話ではありません。このように考えると、日銀が置かれていた状況は非常に厳しくて、銀行券七一兆円ですら負債サイドに残ってくれるかどうかかわからないということです。日銀は銀行券を全くコントロールできません。受け身です。現実には、GDP比一四％の銀行券が八％まで急激に落ちてくるのではなく、緩やかに落ちてくると思いますが、一番極端なケースで、一挙にGDPの一四％から八〇年代の通常の水準であった八％の水準に落ちた場合を仮定しますと、その差はGDPの六％ポイントになります。これは三〇兆円に相当します

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

図表12 日銀のバランスシートは量的緩和解除後、急速に縮小の可能性

BoJ (現状)		BoJ (量的緩和継続中)		BoJ (量的緩和解除後)	
短期資産	所要準備 (6兆円)	短期資産	所要準備 (6兆円)	短期資産	所要準備 (6兆円)
	超過準備 (27兆円)		超過準備 (27兆円)		中長期国債 (71兆円)
中長期国債 (65兆円)	銀行券 (71兆円)	中長期国債 (71兆円+ α)	銀行券 (71兆円)		

ので、銀行券残高も、七一兆円ではなくて四〇兆円位になってしまうかもしれないということが一番極端なケースとしてはあり得るわけです。当然のことながら、日銀が国債を売るといったら、金利にはね返りますから、金利が上がって政府の財政がさらに厳しくなり、政府と日銀にとって非常に厳しい状況になってくるのではないかと思います。

一〇年債の金利が二%を超えてくると、利払い費は絶対額として増加し始めますので、政府としては、日銀にもっと国債を買ってもらって、それで国債市場の需給を緩和して、何とか国債管理政策をうまくやりたいということになるでしょうが、これはデフレのときは問題ありません。デフレのときは日銀が何を購入しても悪いことはなく、むしろデフレ脱却にはいいのですが、ひとたびデフレが終わると、果たしてそれができるかど

うか、非常に難しい状況になります。実は、ここがデフレの出口政策の中で一番難しいところだと思えます。

アメリカも同じようなことを戦後ずっと経験してきたわけですが、アメリカの場合には、ひとついわれた日本のアコードとは違って、本来の意味のアコードを財務省とFedとの間で一九五一年に結び、Fedは国債管理政策から一切解き放されます。アメリカの経験からの教訓というのは、インフレ下では、中央銀行が政府から国債を買えば買うほどインフレになるといっじレンマに直面するということです。長期金利はますます上がり、政府にとっても大変なことになるということとは、一応歴史的に証明されています。

ただ、日銀にとっても厳しいのは、現在はまだデフレですので、インフレの心配をしすぎると逆

効果になりかねず、そこまでは日銀も言い難いという面があります。インフレが問題になるまでには、まだもうしばらく時間がありますので、どのあたりで日銀と政府が折り合いをつけていくかというのが今後の難しい問題点のひとつだろうと思えます。

三、デフレ脱却後のマクロ的課題

(1) 国際収支問題…経常黒字は維持可能か

現在、日本は貯蓄が大きく増えています。ただ、これは、家計の貯蓄ではなくて、銀行へ借金を返すという形で企業がどんどん貯蓄を増やしている結果です。経常収支の黒字が増えています。が、主体別には、政府も家計も赤字主体であり、黒字主体は民間企業だけです。この企業の黒字の増加に見合って、経常収支の黒字が増加している

という状況になっています。

企業のバランスシートを見ると、名目設備投資は小幅の増加となっていますが、キャツシユフローの増加の方が圧倒的に大きいので、キャツシユフローと名目設備投資の差額であるネットキャツシユフローが増えています。これが銀行への資金返済の原資となっています。

これが続く限りは財政ファイナンス・国際収支上特に問題ありません。なぜこうした現象が起きているかという理由ですが、実質設備投資が二桁で伸びていて、瞬間風速で、大体年率十二%で伸びています。しかし、設備投資のデフレーターがマイナス五%強で落ちていますから、実質設備投資は十二%で増えても、実際に伸びている名目設備投資は七%程度になります。簡単にいうと、同じ一つの工場をつくるのにも、安い金額でできるので、資金が余ってしまうというのが今の日本の

企業の状況です。ただ、デフレが終わって設備投資のデフレーターがプラスになれば、他の要因が何も変わらなくても、名目設備投資が上がってきて、名目設備投資とキャツシユフローの差がどんどん縮小する状況になっていきます。この結果、企業の資金余剰が減ってくる可能性が大きくなります。また、家計は、高齢化が続くと貯蓄を取り崩しますので、赤字が構造的に増えてきます。次に、一般政府については、まず中央政府では赤字を何とか増やさない努力をしています。地方政府も赤字削減に努めています。こちらはなかなか難しい状況です。さらに難しいのは、社会保障基金です。この部分の赤字はますます増えていきますので、一般政府の赤字が大幅に縮まるということとは考えにくく、むしろ赤字が増える可能性すら高い状況です。

このときにもし企業の黒字が減っていったら、

經常収支の黒字は自然と減ることになります。ただ經常収支は黒字が十分ありますから、向こう三二年間で問題になると思いませんけれども、今後經常黒字が減つてくると、もしかしたら、最終的に經常赤字までいつてしまつかもしれないという心配は残ります。日本の經常収支が赤字ということは一一般には考えづらいことですが、ただ、このように考えると、必ずしもあり得ない話ではないということとです。

(2) 財政赤字は長期金利上昇に耐えるか

經常収支が赤字になると、日本の政府のファイナンスを海外の投資家に頼まなければならないという事態になります。例えばアメリカ人の投資家の立場で考えると、アメリカの十年国債の利回りは四％台です。日本の十年国債の利回りはまだ一・五％台です。米国の投資家が四％台の米国国債

を買わないで、一・五％の日本国債の方を買うとというのは一般的にはあまりあり得ない話です。当然のことながら、日本の国債がもつと暴落して金利が上がるまでアメリカ人は買わないという話になります。

もう一つは、為替が円安にならないと円高期待が生まれてきませんので、円安になるまで待つというケースも考えられます。すなわち、常識的にもお分かりになると思いますが、日本の經常収支の黒字が大幅に減る、あるいは極端な場合で、赤字になつた場合を考えると、円の長期金利が急騰する、それから円が急落するという事態が、デフレ脱却の後の一つの最悪のケースとしてあり得ない話ではないということかと思えます。

二〇〇四年度の政府の当初予算が組まれたときは、財務省の前提では一〇年債の平均発行コスト

二％という前提で計算しています。その結果、国債の利払い額はこれまで減少してきていたのが、今年度から利払い費は絶対額として増える形になっていきます。一〇年前に発行された国債は、クーポンレートが概ね四％台ですが、それが今次々に償還されて、一・五％程度の国債に乗りかわっていますので、償還日が来れば来るほどその部分はプラスになりますが、ただ、発行量自体が増えていますので、その両者がちょうど相殺されて、横ばいというのが現状です。

しかし、今後は、償還される国債のクーポンが徐々に下がり、一方で国債の発行量が増えてきますが、この両者が釣り合うブレークイーブン・ポイントは今のは今のところは大体二％弱位ですけれども、このブレークイーブン・ポイントが趨勢的に下がってきます。したがって、利払い費はこれから上がってこざるを得ません。利払い費の増加を

どのようにしてファイナンスするかといえば、国債を発行してファイナンスせざるを得ない訳です。そうすると、政府の財政状況は大幅に悪化し、国債の信認問題にも発展します。簡単にいうと、デフレが問題のときには政府が赤字を出してもそんなに問題はない。国内で十分にファイナンスできる。ただ、デフレが終わつてくると金利が上がってきますので、政府の財政も厳しくなるといふことだと思えます。

ただ、私の感じているところでは、これがある意味での財政構造改革の出発点なのだと思います。今までは低金利だったので、財政支出をそんなに削らなくても何とかなった訳です。しかし、もうそんな余裕はなくなってくるので、財政構造改革を本気でやらないといけないというのがマーケットからのシグナルだと思えます。

実は、これは企業部門も同じです。これまでは

低金利でしたから、少し減免すれば金利はほとんどゼロになったわけですが、金利が上がってくると、その金利を払える企業しか生き延びられないということになって、民間部門の構造改革も進まざるを得ないということです。

(3) 国内の二極化現象にどう対処するか

マクロ的にみるとデフレ脱却ですけれども、もう少しミクロでみると、ありとあらゆるところで二極化現象が日本の国内で鮮明になってきます。地域的に見ると、太平洋ベルト地帯の東京、東海地区、さらに福岡、その中間に岡山、大阪があり、そうした先での経済はかなり向上しています。北海道や東北の多くは相変わらず取り残されています、これらの地域では、製造業発展の恩恵は余りないし、むしろ空洞化で製造業のウエイトが低下しています。そういう面で二極化が非常に

はつきり出てきます。

これも、ある意味では、地方自治体同士での競争原理がようやく働くようになった。そこで相変わらず公共事業を下さいといっているようでは、その地域はもう発展性はない。道州制ではないですけれども、都道府県合併を行い、そのような地域は「規模の経済」によって何とか別のルートを早く探してもらえないと思います。いわゆる均衡ある国土の発展ということ自体がもう非常に難しくなって、それぞれの地方でそれなりの独自性を出した解決策を見出してもらえないといけない。これが地方自治体の構造改革につながっていくと思います。

(4) 資産市場の行方

金融環境が基本的にはまだしばらく景気サポーターに働くなかで、お金はどこに流れていくの

でしょうか。まだインフレが目先のリスクではないために、資産市場に流れ易くなっています。土地等の不動産、株式、場合によってはゴルフの会員権などに流れる可能性もあります。むしろ、低インフレだからこそ資産価格は上がり易くなるのです。八〇年代の後半に近い状況が来るのではないかと私は思っています。

社会問題としてみると、資産を持っている人はいいという話になります。資産を持っていない人には余り恩恵がないということです。事実アメリカで起きている話ですが、社会自体の二極化傾向が強まります。まさにアメリカの場合では、ブッシュを支持している層とジョン・ケリーを支持している層、共和党と民主党の支持者層は、明らかに違ってくると思いますが、そのような社会問題も日本でも出てくる可能性があります。

発展途上国と同じような労働力しか提供できな

い人の賃金は、今後当分は上がらないと思っておりますが、それなりの希少性を持った、ヒューマンキャピタルを持った人の賃金は上がるでしょう。このため所得格差も出てくる。日本型のいわゆる金融社会主義、結果平等主義がどうなるのか、その辺が多分問われてきて、同じように、企業間の格差も出てくるでしょう。これをポジティブに受け止めれば、日本のダイナミズムがようやくそこからスタートすることになります。つらいことなのですが、これは当然のことながら避けて通れない道です。むしろ、そこがある意味で日本の出発点になると考えております。

時間が来ましたので、駆け足でしたけれども、以上で私の話を終わらせていただきたいと思います。まだ時間が若干あるようですので、もし御質

問があればいただきたいと思えます。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 菅野様、どうもありがとうございます。
ました。

若干お時間をいただいているようですので、御
質問等をお受けしたいと思えますが・・・。

それでは、私から一点だけ質問させていただきます
たいと思えます。

貯蓄率が下がってきていますが、これからデフ
レ脱却をしていく過程で名目GNPも上がって
くということになれば、雇用者報酬等が増えて、
貯蓄率ももう少し戻ってくるという考え方もある
のではないかという気がするのですけれども、そ
の辺はいかがでしょうか。

菅野 貯蓄率に関しては、確かに二つの要因があ
ると思えます。金利上昇は、貯蓄率にとっての上

昇要因であり、アメリカでは事実そういう因果関
係が見られています。金利が上がることによって
その分借り入れが難しくなってくるので、借り入
れて消費するというパターンが抑制されるという
ことです。日本の場合でも、住宅ローンでは、確
かに同様の結果、すなわち、住宅支出が少し減っ
てきて、結果的には貯蓄率をサポートするという
面はあるうかと思えます。もっとも、一般の消費
の場合には、日本では、最近少し増えてきていま
すが、カードローンや消費者ローンはまだそんな
にウエートが大きくありません。このため、この
ルートでは余り消費は抑制されません。もちろ
ん、消費をしないで金融商品を購入しようとする
ような動きも理論的にはありえますが、そうした
事態を引き起こすような金利上昇ではないと思
います。やはり私は、高齢化要因という構造的要因
が、これから団塊の世代があと数年間で退職世代

に入ってきてますので、これとの綱引きの結果、貯蓄率が下がる方向が見えているのではないかと考えます。

若林常務理事 どうもありがとうございます。

菅野 最後に時間を少しだけいただいて、四〇〇年周期の景気サイクルについて一言述べさせていただきます。よろしくお願いいたします。

今から四〇〇年前、一六〇三年がちょうど江戸幕府の開府の年です。そのときは、中国では、清の国が勃興し始めてきたわけです。その四〇〇年前というと、一二〇〇年ですが、これは日本では鎌倉幕府ができた直後です。そのときは、中国は、まさにモンゴル帝国の時代の始まりです。チンギスハン、フビライハンの時代です。その前というと、八〇〇年になりますが、七九四年に京都に都が移っています。このように、京都、鎌倉、江戸と四〇〇年ごとに政治の中

心が移っています。二〇〇〇年にまた首都が移るということではありませんが、おもしろいことに日本は、四〇〇年ごとに新政権ができ、ヒーローが出現しています。中国も全く同じ状況なのです。一六〇〇年の清、一二〇〇年のモンゴル、八〇〇年より少し前ですけども、七〇〇年代の唐です。

したがって、中国で今起きていることは、一六〇〇年の清の勃興期以来、四〇〇年振りの大きな上昇気流として捉えることができるかもしれません。こうした中国の台頭期には、日本は歴史的にみて有利な立場にあり、その恩恵を受けるのです。こうした局面では、日本ではヒーローが出現しています。今回は誰でしょうか。小泉首相がそうですねでしょうか。ひょっとすると、桓武天皇、源頼朝、徳川家康の次に来る可能性もあるかも知れません。

中国が上昇気流に乗ると、最初の一〇〇〇年は大
変威勢がいいわけです。日本も同様です。日本
は、一六〇〇年から一七〇〇年初の元禄時代ま
で江戸文化が栄えました。まさに今の我々が日
本文化と呼んでいる多くがそこに起源がありま
す。今回の景気の上昇をこうした歴史的観点か
ら捉えると、今回の景気拡大は、あと五〇年、
一〇〇〇年は大丈夫なのではないかということに
なります。目先の減速はそんなに心配する必要
はないということです。この仮説がとも都合が
よいのは、誰も検証ができないことです。あと
四〇〇年、少なくとも一〇〇〇年生きないと、こ
の仮説が正しいかどうか分からないということ
になります。

最後に、やや脱線してしまいましたが・・・。
若林常務理事 どもありがとうございます。

それでは、これで本日の「資本市場を考える

会」を終わらせていただきます。

菅野様、ども大変ありがとうございました。

(かんの まさあき・J. P. モルガン証券会社
経済・債券調査部長)

(本稿は、平成一六年五月一三日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

菅野 雅明 氏

略 歴

- 1974年 東京大学経済学部卒業
- 1974年 日本銀行入行（考査局）
- 1977年 シカゴ大学大学院留学
- 1979年 シカゴ大学大学院経済学修士
- 1979年 調査統計局（内国調査課）
- 1981年 外国局（為替課、資金課、総務課〈IMF 担当〉）
- 1984年 ロンドン事務所
- 1987年 外国局為替課調査役
- 1988年 秘書室兼政策委員会室調査役
- 1991年 ロンドン事務所次長
- 1994年 調査統計局経済統計課長
- 1997年 調査統計局参事
日本経済研究センター出向
日本経済研究センター主任研究員
- 1999年 4月 J. P. モルガン入社。日本のチーフエコノミストとして日本の金融経済分析および同予測を担当する。

2003年 「日経公社債情報」エコノミストランキング第3位

(レジュメ)

デフレ脱却の展望とデフレ脱却後の課題

1. デフレ脱却への展望

- (1) Fed による利上げの米国経済への影響
- (2) 中国経済はソフトランディングなるか
- (3) 日本の個人消費は回復するか

2. デフレ脱却後の金融政策：量的緩和出口政策のあり方を探る

- (1) 量的緩和解除へ移行するための3段階
- (2) 量的緩和解除の日銀のバランスシートへの影響
- (3) 量的緩和解除と国債管理政策

3. デフレ脱却後の課題

- (1) 国際収支問題：経常黒字は維持可能か
- (2) 財政赤字は長期金利上昇に耐えうるか
- (3) 国内の2極化現象にどう対処するか
 - ① 地方経済の格差拡大
 - ② 「資産格差」「所得格差」の拡大
 - ③ 金融機能回復と「企業間格差」拡大
- (4) デフレ脱却とともに始まる構造改革
 - ① 市場が促す財政構造改革
 - ② 地方自治体に問われる経営感覚
 - ③ 市場原理に基づく企業の退出と参入